



## **La gestion des bénéfices et la performance boursière : cas des entreprises acquéreuses canadiennes**

**Claude FRANCOEUR**

Professeur, HEC Montréal

Service de l'enseignement des sciences comptables

3000, chemin de la Côte-Sainte-Catherine

Montréal (Québec) Canada H3T 2A7

Tél. : (514) 340-6847

Courriel : [claudе.francoeur@hec.ca](mailto:claudе.francoeur@hec.ca)

**Philémon RAKOTO**

Professeur, HEC Montréal

Service de l'enseignement des sciences comptables

3000, chemin de la Côte-Sainte-Catherine

Montréal (Québec) Canada H3T 2A7

Tél. : (514) 340-6517

Courriel : [philemon.rakoto@hec.ca](mailto:philemon.rakoto@hec.ca)

### **Résumé**

Il ressort clairement des études sur les fusions et acquisitions que ce sont les actionnaires des entreprises absorbées qui sortent gagnants, à cause surtout des primes de contrôle de plus en plus élevées qui leur sont versées. Du côté des entreprises acquéreuses, il semble que la performance soit négative ou, au mieux, neutre. La plupart des études démontrent que la contre-performance est surtout associée aux fusions ou acquisitions financées par échange d'actions. Ce phénomène demeure une énigme, car aucune explication valable n'a été avancée jusqu'à maintenant.

Nous examinons la possibilité de gestion à la hausse des bénéfices durant la période précédant l'annonce d'une fusion ou acquisition financée par échange d'actions, dans le but de faire augmenter la valeur des actions. Nous mesurons également l'impact des manipulations comptables sur la performance boursière post-acquisition.

Nos résultats, basés sur des fusions et acquisitions canadiennes entre 1990 et 2000 démontrent que : 1) l'ampleur de la gestion à la hausse des bénéfices des entreprises acquéreuses lors d'une fusion ou acquisition financée par échange d'actions est deux fois plus élevée que celle effectuée lors d'une transaction payée en espèces ; 2) la gestion à la hausse des bénéfices est associée à des rendements anormaux à long terme négatifs des actions pouvant persister jusqu'à trois ans après la transaction.

Notre étude permet d'enrichir les connaissances sur la présence de la gestion des bénéfices dans le contexte spécifique des fusions et acquisitions ainsi que de ses conséquences. Les normalisateurs pourront ainsi orienter leurs efforts, le cas échéant, afin d'améliorer le processus de communication de l'information comptable.

### **Mots clés**

Gestion des bénéfices; fusions et acquisitions; performance boursière; données canadiennes.

## **La gestion des bénéfices et la performance boursière : cas des entreprises acquéreuses canadiennes**

### **1. Introduction**

Depuis la fin des années 1990, les fusions et acquisitions (ci-après F&A) ont suscité l'attention du monde des affaires, tant par leur nombre, par les montants en jeu que par leur nature transfrontalière et multisectorielle. Plusieurs études ont tenté de déterminer si ces regroupements ont été bénéfiques aux actionnaires des entreprises absorbantes et absorbées. Il ressort clairement de ces études que ce sont les actionnaires des entreprises absorbées qui sortent gagnants des activités de regroupement, surtout à cause des primes de contrôle de plus en plus élevées qui leur sont versées. Les résultats sont plus nuancés quant aux bénéfices revenant aux actionnaires des entreprises absorbantes. Les études portant sur la performance financière à court terme démontrent que les entreprises absorbantes ne réalisent pas de rendements anormaux. Quant à la performance financière à long terme, elle est négative, surtout pour les fusions. La plupart des études constatent que la contre-performance à long terme est surtout associée aux regroupements financés par échange d'actions, plutôt qu'à ceux financés en espèces<sup>1</sup>. Ce phénomène demeure une énigme, car aucune explication valable n'a été avancée jusqu'à maintenant.

Une F&A financée par un échange d'actions est constituée de deux événements : l'acquisition de l'entreprise cible par l'entreprise absorbante et l'émission d'actions par l'entreprise absorbante en échange des actions acquises. Le ratio d'échange est fonction du prix d'achat convenu entre les deux parties et le cours boursier des actions de l'entreprise absorbante à la date de la signature de l'accord final.

La présente étude examine la possibilité de gestion à la hausse des bénéfices durant la période précédant l'annonce d'une F&A financée par échange d'actions, un phénomène largement documenté lors d'une émission d'actions. Les résultats comptables sont utilisés pour évaluer la valeur boursière d'une entreprise. Si les analystes financiers,

---

<sup>1</sup> Voir par exemple Loughran et Vijh (1997). Rau et Vermaelen (1998) constatent que ce comportement des rendements des actions demeure, même après avoir tenu compte de la taille de l'entreprise et du ratio valeur comptable/valeur de marché. Agrawal et Jaffe (2000) font la revue des différentes études plus anciennes, qui confirment cette constatation.

les banquiers d'affaires et les investisseurs ne sont pas en mesure de déceler la « manipulation » des résultats, la performance boursière subséquente en subira les conséquences : lorsque les anticipations de bénéfices ne se concrétisent pas, le marché corrigera à la baisse la valeur de l'entreprise.

Les contributions de la présente étude sont de deux sortes. D'abord, l'étude documente la présence de la gestion des bénéfices lors d'une F&A dans un environnement autre que celui des États-Unis. La structure d'actionnariat au Canada diffère considérablement de celle des États-Unis (La Porta *et al.* 1999 ; Attig et Gadhoun 2003), par conséquent, les motivations derrière la gestion des bénéfices seraient différentes. Ensuite, l'étude de la relation entre la gestion des bénéfices et la contre-performance boursière à long terme après la transaction éclairera une nouvelle perspective sur les études portant sur les regroupements d'entreprises et la création de valeur.

Notre échantillon est constitué de 237 entreprises canadiennes ayant réalisé des F&A durant la période 1990-2000. Nous mesurons l'ampleur de la gestion des résultats selon le modèle de Jones (1991) modifié par Dechow *et al.* (1995) et tenant compte des améliorations apportées par Teoh *et al.* (1999a), optimisant ainsi la détection de la gestion des résultats.

Les résultats obtenus font voir que les gestionnaires des entreprises acquéreuses gèrent les bénéfices à la hausse durant les années précédant la F&A. Cette gestion des bénéfices se fait principalement pour les transactions financées par un échange d'actions. Nos résultats semblent aussi proposer que les rendements anormaux à long terme négatifs observés après les transactions financées par actions sont dus à la sanction du marché des capitaux, suite à la découverte subséquente d'une manipulation des comptes.

L'étude s'articule comme suit : dans la section suivante, nous définissons la gestion des bénéfices. Dans la section trois, nous décrivons le cadre théorique et les hypothèses. La section quatre se concentre sur la méthodologie utilisée et la sélection des données. Les résultats sont rapportés à la section cinq. Pour terminer, nous concluons et suggérons des avenues de recherche.

## 2. La gestion des résultats

Selon Healy et Wahlen (1999, p. 368) :

Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.

La gestion des résultats est possible à cause de la latitude laissée aux dirigeants quant à l'interprétation des normes comptables et des faits économiques que la comptabilité doit enregistrer. Ainsi, le jugement des dirigeants est requis pour estimer différents faits économiques futurs, comme la durée de vie utile et la valeur de récupération des actifs immobilisés, les obligations au titre des régimes de retraite et autres avantages sociaux futurs, les impôts futurs, les mauvaises créances et la perte de valeur des actifs. De plus, les dirigeants peuvent choisir entre différentes méthodes comptables acceptables, afin de présenter des transactions économiques semblables : méthodes d'amortissement linéaire ou accélérée, méthodes de valorisation des stocks LIFO, FIFO ou moyenne pondérée. Enfin, les dirigeants peuvent également choisir de différer ou de constater immédiatement certaines dépenses comme les recherches et développement, l'entretien et la publicité.

La gestion des résultats telle que définie précédemment signifie une manipulation des comptes effectuée dans le respect des principes comptables. Elle exclut les manipulations frauduleuses qui enfreignent explicitement les principes comptables<sup>2</sup>. Bien que la gestion des résultats soit un acte délibéré effectué dans le but d'altérer la perception des faits économiques réels, l'intention de ses acteurs n'est pas toujours condamnable. Elle est réalisée avant tout, selon la théorie comptable positive (Watts et Zimmerman 1986), pour influencer les décisions des investisseurs actuels et potentiels, et d'autres parties prenantes, afin de transférer des richesses vers les actionnaires (gestion efficiente) ou vers les gestionnaires (gestion opportuniste). Mais elle peut aussi être effectuée dans le but d'améliorer la qualité de l'information communiquée aux investisseurs (argument avancé par Healy et Wahlen 1999, et défendu par Dumontier 2003). Par exemple, dans un contexte d'asymétrie d'information, le fait de comptabiliser

---

<sup>2</sup> Pour une nomenclature plus détaillée des manipulations comptables, voir Albouy et Perrier (2003).

des provisions pour mauvaises créances particulièrement élevées ou faibles, qui influenceront le résultat de l'entreprise à la baisse ou à la hausse, constitue un signal des dirigeants pour informer indirectement les investisseurs de leur anticipation pessimiste ou optimiste par rapport à l'évolution de la conjoncture économique pouvant toucher l'entreprise.

Malgré le fait que plusieurs cas de gestion des bénéfices aient été découverts récemment et décrits dans les journaux (Degeorge *et al.* 1999, note 2, p. 2), il n'en demeure pas moins que leur détection systématique est difficile. En effet, pour savoir si les bénéfices ont été gérés, les chercheurs doivent d'abord évaluer les bénéfices avant l'effet de la manipulation. Pour surmonter cette difficulté, ils déterminent d'abord les conditions dans lesquelles les motivations des dirigeants à gérer les bénéfices sont susceptibles d'être élevées. Ensuite, ils testent si les choix comptables discrétionnaires des dirigeants sont en accord avec ces motivations.

Selon la revue de Healy et Wahlen (1999), il existe trois sortes de motivations susceptibles d'inciter les dirigeants à gérer leurs bénéfices. La première est liée au marché des capitaux. L'information comptable est utilisée par les investisseurs et les analystes financiers pour les aider à valoriser les actions. Plusieurs études ont documenté la relation entre les bénéfices comptables et les prix des actions (par exemple, Ball et Brown 1968 ; Foster 1977 ; Beaver *et al.* 1979). Cette utilisation peut inciter les dirigeants à gérer les bénéfices et influencer ainsi la performance à court terme du prix des actions.

La deuxième motivation est liée aux contrats entre l'entreprise et diverses parties prenantes. L'information comptable est utilisée à la fois pour rédiger les clauses restrictives des contrats de dette et pour lier la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise. Ainsi, ces contrats peuvent inciter les dirigeants à gérer les bénéfices, afin de ne pas violer les clauses des contrats de dette et bénéficier d'une rémunération plus élevée.

La dernière motivation est liée aux réglementations. La réglementation de certaines industries, comme l'industrie bancaire, l'assurance et les ressources naturelles, fait appel à des données comptables (le respect de certains ratios de réserves bancaires par exemple, ou la détermination du tarif d'électricité). De même, les bureaux de la

concurrence se basent sur le niveau des bénéfices comptables pour limiter les cas de monopoles. Toutes ces attentions aux chiffres comptables pourraient inciter les dirigeants à gérer leurs bénéfices. La gestion des bénéfices dans le cadre d'une F&A fait partie de la motivation liée au marché des capitaux.

### **3. Cadre théorique et hypothèses**

Dans cette section, nous formulons nos hypothèses concernant la détection de la gestion des bénéfices dans le cadre des F&A et la relation entre la gestion des bénéfices et la performance des actions après la transaction pour les entreprises acquéreuses.

#### **3.1 F&A et gestion des bénéfices**

Nous exposerons d'abord les motivations théoriques derrière la gestion des bénéfices. Ensuite, nous rapporterons les résultats empiriques des études antérieures. Enfin, nous formulerons notre hypothèse.

##### *3.1.1 Gestion des bénéfices des dirigeants de l'acquéreur*

Lors d'une F&A, il existe plusieurs modalités de paiement. Une entreprise peut acquérir une autre entreprise en lui versant une somme d'argent, en offrant en échange ses propres actions ou en proposant une combinaison de ces deux modes de paiement. Parmi ces modalités, l'échange d'actions est la plus susceptible d'entraîner les dirigeants de l'acquéreur à gérer les bénéfices. Selon Ericsson et Wang (1999), lorsque l'entreprise émet de nouvelles actions pour acquérir une autre firme, ses dirigeants sont incités à gérer à la hausse les bénéfices pour trois raisons. D'abord, les actionnaires et les dirigeants actionnaires de l'entreprise émettrice d'actions sont exposés à une perte de contrôle. Afin d'atténuer ce risque, les dirigeants peuvent être tentés de gérer les bénéfices à la hausse, dans l'espoir de faire augmenter la valeur marchande des actions. Ainsi, le nombre d'actions cédées pour acquérir l'autre entité s'en trouve réduit, limitant par conséquent la dilution de contrôle des dirigeants actionnaires. Amihud *et al.* (1990) constatent que pour éviter la diminution du contrôle lors d'une F&A, les dirigeants qui sont actionnaires dominants sont plus susceptibles d'acheter les entreprises cibles en espèces plutôt que par un échange d'actions.

Ensuite, la gestion des bénéfices permet à l'entreprise acquéreuse de diminuer le coût d'acquisition. En effet, comme le ratio d'échange est fonction du prix d'acquisition convenu entre les deux parties et la valeur marchande des actions de l'acquéreur, si les dirigeants de l'acquéreur arrivent à augmenter le prix de ses propres actions en manipulant les bénéfices comptables, un moins grand nombre d'actions sera requis pour récolter la somme nécessaire à l'acquisition.

Enfin, la dernière raison résulte du fait que les dirigeants de l'entreprise cible sont conscients de la possibilité de gestion des bénéfices de l'entreprise acquéreuse. Lors d'une acquisition financée par échange d'actions, les dirigeants de la cible s'attendent à une gestion des bénéfices à la hausse de la part de l'acquéreur. Ils tiennent compte de cette possibilité lors de la négociation du prix de vente. Ainsi, si l'acquéreur ne gère pas son bénéfice tel qu'anticipé par la cible, il se trouvera à payer en bout de ligne un prix trop élevé.

### *3.1.2 Le coût de la gestion des bénéfices*

Pour que la gestion des bénéfices apparaisse, le coût à soutenir pour détecter la manipulation devrait être plus élevé que le coût associé à la gestion des bénéfices (Watts et Zimmerman 1990). Dans un contexte de F&A, le coût associé à la gestion des bénéfices peut être élevé : si la manipulation est détectée, les dirigeants peuvent perdre leur réputation, l'entreprise cible peut demander une révision du prix, et la transaction peut même avorter. De plus, une F&A est différente d'une simple émission d'actions, car les dirigeants de la cible ont plus de ressources et d'expertise que les investisseurs en général pour détecter la manipulation. Cependant, la gestion des bénéfices, contrairement aux fraudes financières, implique la sélection de procédures comptables et d'estimations qui sont conformes aux principes comptables généralement reconnus. À cause de l'asymétrie d'information entre les préparateurs et les lecteurs des états financiers, il serait difficile, dans ce contexte pour les gestionnaires de la cible, ainsi que pour les vérificateurs comptables de détecter et de prouver l'existence d'une gestion des bénéfices (North et O'Connell 2002).

### 3.1.3 *Les résultats des études empiriques*

Les motivations théoriques exposées ci-dessus démontrent que dans le cadre des F&A, les dirigeants sont susceptibles de gérer les bénéfices, afin de défendre les intérêts des actionnaires (comportement efficient) ou de défendre leurs propres intérêts (comportement opportuniste). Le sens de la manipulation (à la hausse) est ainsi prédit par ces comportements. Voyons si les résultats empiriques confirment les prédictions.

L'annexe 1 rapporte les résultats des études portant sur la gestion des bénéfices réalisés par les entreprises acquéreuses durant les périodes précédant les F&A. À l'exception de Heron et Lie (2002), toutes les études ont constaté une gestion des bénéfices à la hausse pour les transactions financées par action et aucune gestion des bénéfices pour les transactions financées en espèces. Erickson et Wang (1999) constatent une relation positive et significative entre l'importance économique de la transaction (mesurée par le prix d'achat, divisé par la valeur marchande totale de l'entreprise acquéreuse) et l'ampleur de la gestion des bénéfices. Par nature, la manipulation des bénéfices à la hausse durant les périodes précédant l'acquisition devrait être suivie d'un renversement durant les périodes subséquentes. Le travail de Louis (2004) est la seule étude ayant examiné le renversement des cours après l'acquisition. Ses résultats n'étaient pas significatifs. L'étude de Louis (2004) est également la seule à avoir examiné la relation existant entre la gestion des bénéfices et les rendements anormaux à long terme des actions durant la période post-acquisition (voir les résultats portant sur la gestion des bénéfices et la performance boursière post-acquisition à la section 3.2).

Heron et Lie (2002) n'ont observé aucune gestion des bénéfices, ni pour les transactions financées en actions, ni pour celles financées en espèces, ni pour celles financées par une combinaison des deux modalités de paiement. De même, en utilisant comme variable indépendante une variable continue constituée de la proportion du prix d'acquisition financée par action, Heron et Lie (2002) n'ont pas obtenu de résultat significatif.



#### 3.1.4 *L'hypothèse portant sur la gestion des bénéfices et le type de paiement*

Les études portant sur la gestion des bénéfices dans le cadre des F&A ont presque toutes porté sur le marché américain des capitaux. Ce marché est caractérisé par un actionnariat très dispersé. La Porta *et al.* (1999) constatent que seulement 20 % des très grandes entreprises américaines ont un ou des actionnaires importants (détenant plus de 10 % des actions). Dans un tel contexte, les entreprises sont généralement dirigées par des gestionnaires professionnels qui n'ont pas à rendre compte aux actionnaires. La théorie d'agence basée sur la délégation de la gestion aux dirigeants non-actionnaires (voir Jensen et Meckling, 1976) est articulée autour de ce contexte. Ainsi, les motivations montrant un comportement efficient des dirigeants sont plus susceptibles d'être validées sur le marché américain. Quand est-il du marché canadien ? Ce dernier est caractérisé par un actionnariat nettement plus concentré qu'aux États-Unis : 50 % des très grandes entreprises, selon La Porta *et al.* (1999), et presque 82 % des grandes entreprises, selon Attig et Gadhoun (2003), ont un ou des actionnaires importants. Ceux-ci se retrouvent plus souvent à la direction de ces entreprises. L'actionnariat plus concentré et l'engagement des dirigeants actionnaires dans le contexte canadien font en sorte que le transfert de contrôle des entreprises se fait davantage sur une base amicale et négociée entre les deux entreprises engagées dans la transaction que dans le contexte américain. Comme l'intérêt personnel des dirigeants actionnaires est en jeu lors de ces transferts de contrôle, nous nous attendons à observer des comportements opportunistes. La présente étude a pour but d'examiner l'existence de la gestion des résultats dans ce contexte.

Les dirigeants de l'acquéreur sont davantage motivés à gérer les bénéfices à la hausse dans les transactions financées par échange d'actions. Ils ont intérêt à le faire pour limiter la dilution du contrôle, pour diminuer le coût de la transaction et pour se conformer à l'anticipation des dirigeants de la cible (Erickson et Wang 1999). L'analyse des documents légaux relatifs aux F&A ont permis à De Angelo (1986 et 1990) de constater l'importance des bénéfices comptables de l'acquéreur dans la négociation des ratios d'échange.

*H1 : Pour l'acquéreur, la gestion des bénéfices à la hausse existe seulement pour les F&A financées par échange d'actions.*

### 3.2. *La gestion des bénéfices et la performance boursière post-acquisition*

L'efficiencia des marchés nécessite que toute information soit incorporée rapidement aux prix des titres. De plus, les marchés ne devraient pas être trompés par les artifices comptables. Or, les résultats obtenus au moyen de certaines études empiriques démontrent que les marchés semblent accepter tel quel le bénéfice net divulgué, quitte à réagir plus tard, lorsqu'il devient évident que le bénéfice ne reflète pas la réalité économique.

Les flux monétaires futurs actualisés au coût du capital déterminent la valeur d'une entreprise. Le bénéfice net est une meilleure indication des flux monétaires futurs que les flux monétaires actuels (Albouy et Perrier 2003). Si une entreprise gère à la hausse son bénéfice net, afin d'influencer le prix du titre lors d'une émission d'actions, la nature même de la gestion des bénéfices fera en sorte que les cours manipulés à la hausse se renverseront au cours de la ou des périodes subséquentes. Lors de l'annonce des résultats subséquents, le marché constatera des résultats moins élevés que prévus, ce qui, normalement, se traduit par des réactions à la baisse. Ainsi, les rendements des titres durant les périodes subséquentes à une gestion des résultats à la hausse seraient négatifs. Plusieurs études ont testé cette hypothèse dans un contexte d'émission d'actions. Ces rendements anormaux négatifs peuvent persister jusqu'à trois ans après une première émission publique d'actions (Ritter 1991) ou cinq ans après une émission subséquente (Loughran et Ritter 1995, Spiess et Affleck-Graves 1995). Cette anomalie est demeurée longtemps sans explication. Des études plus récentes, ayant constaté que les gestionnaires gèrent les bénéfices à la hausse durant les périodes précédant l'émission d'actions, ont examiné s'il existait une relation significative entre l'ampleur de la gestion des bénéfices et les rendements anormaux négatifs des actions durant les périodes subséquentes. Ces études traitent, soit de la gestion des bénéfices durant une F&A financée par un échange d'actions, soit de la gestion des bénéfices lors d'une émission d'actions.

#### 3.2.1 *Gestion des bénéfices et F&A*

La seule étude examinant la relation entre la gestion des bénéfices et la réaction subséquente du marché des capitaux est celle de Louis (2004). Ce chercheur examine la

réaction des prix des actions durant les années suivant l'annonce de F&A financées par échange d'actions de 236 entreprises américaines acquéreuses entre 1992 et 2000. Préalablement, Louis (2004) a constaté que ces entreprises ont des courus anormaux positifs (il s'agit de la mesure de la gestion des bénéfices) durant les trimestres précédant l'annonce des transactions, ce qui n'était pas le cas pour 137 autres entreprises ayant procédé à une acquisition en espèces durant la même période. Louis (2004) a alors constaté que, jusqu'à trois ans après l'annonce des F&A, ces entreprises ayant financé les transactions par échange d'actions ont eu des rendements anormaux négatifs des actions, ce qui n'était pas le cas pour les entreprises ayant payé les transactions en espèces.

### *3.2.2 Gestion des bénéfices et émission d'actions*

L'annexe 2 rapporte les résultats des études portant sur la gestion des bénéfices précédant une émission d'actions et les rendements anormaux subséquents des actions. Toutes ces études, basées sur des données américaines, ont constaté une relation significative entre les courus anormaux positifs durant les périodes précédant les F&A et les rendements anormaux négatifs subséquents des actions. Ces rendements anormaux persistent jusqu'à trois à cinq ans après la transaction.

### *3.2.3 L'hypothèse portant sur la gestion des bénéfices et les rendements anormaux des actions*

Plusieurs exemples anecdotiques démontrent que même des investisseurs sophistiqués sont parfois trompés par des résultats comptables (par exemple, les cas d'Enron ou de WorldCom, et les cas de plusieurs grandes banques américaines et anglaises mentionnés dans Louis 2004, note 2, p. 123). La gestion des bénéfices, lorsqu'elle se fait dans le cadre des principes comptables généralement reconnus, peut être difficilement décelée par les investisseurs. L'ajustement, qui se manifeste par la réaction négative sur les prix des actions, peut prendre du temps. Les résultats empiriques mentionnés ci-dessus confirment cette prédiction.

*H2 : Une gestion à la hausse des bénéfices est suivie de rendements anormaux négatifs à long terme des actions.*

#### 4. Méthodologie, sélection de l'échantillon et données

Dans cette section, nous décrivons la méthodologie utilisée, la sélection de l'échantillon de F&A faite par des entreprises canadiennes et les données obtenues.

##### 4.1 Méthodologie

###### 4.1.1 L'estimation de la gestion des bénéfices

La gestion des bénéfices se fait par la manipulation des comptes de régularisations (les *accruals* ou courus), qui influencent les bénéfices sans modifier les flux de trésorerie. Les courus totaux (CT) sont constitués de l'écart entre le bénéfice net comptable (B) et les flux de trésorerie d'exploitation (FTE). Ainsi, pour toute entreprise  $i$ , les courus totaux de la période  $t$  sont obtenus selon la formule suivante :

$$CT_{it} = B_{it} - FTE_{it}$$

Ces courus totaux sont composés de deux parties. La première, la composante non discrétionnaire, relève d'une décision normale de gestion. Par exemple, les comptes clients, les provisions normales pour créances douteuses, les stocks de matières premières ou de produits finis et les comptes fournisseurs sont, directement ou indirectement, liés aux ventes. De même, les amortissements sont liés aux niveaux d'immobilisations. La deuxième composante des courus totaux, la composante discrétionnaire, est, par contre, le résultat des choix de la direction. Cette dernière peut, par exemple, décider d'augmenter les provisions pour créances douteuses ou constater une perte de valeur d'un actif immobilisé. La gestion des résultats se situe ainsi au niveau de la manipulation de la composante discrétionnaire des courus.

La détection de la gestion des résultats se résume donc à dissocier, au sein des courus totaux, la composante normale  $E(CT)$  et la composante anormale, considérée comme la composante « manipulée » (les courus totaux anormaux ou CTA, en proportion des actifs totaux AT de la période précédente), soit :

$$\frac{CTA_{it}}{AT_{it-1}} = \frac{CT_{it}}{AT_{it-1}} - \frac{E(CT_{it})}{AT_{it-1}}$$

Les différents modèles de mesure de la gestion des résultats se distinguent essentiellement par les hypothèses et par les méthodes retenues pour estimer la composante normale des courus. À partir des modèles naïfs de Healy (1985) ou DeAngelo (1986), dans lesquels  $E(CT)$  est estimé respectivement par une valeur nulle et par les courus totaux de la période précédente, plusieurs améliorations ont été faites, pour aboutir finalement à une estimation par régression créée par Jones (1991)<sup>3</sup>. Dans ce modèle, les courus totaux sont fonctions de la variation du chiffre d'affaires (CA) et du niveau des immobilisations (IMMO), le tout normalisé par le total de l'actif (AT) de la période précédente :

$$\frac{CT_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha \left( \frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta \left( \frac{\Delta CA_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \gamma \left( \frac{IMMO_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_i$$

et

$$\frac{E(CT_{it})}{AT_{it-1}} = a \left( \frac{1}{AT_{it-1}} \right) + b \left( \frac{\Delta CA_{it}}{AT_{it-1}} \right) + d \left( \frac{IMMO_{it}}{AT_{it-1}} \right)$$

Jones (1991) estime les paramètres du modèle par les données antérieures de l'entreprise sur une période minimale de 10 ans. Cette exigence limite les entreprises étudiées surtout à celles de grande taille, à cause de la disponibilité des données antérieures<sup>4</sup>, et repose sur l'hypothèse de la stabilité des coefficients dans le temps. Dans les deux cas, le modèle surestime les courus normaux et révèle donc à tort une manipulation à la baisse, ce qui minimise les chances de détecter une manipulation à la hausse (Albouy et Perrier 2003). Afin de surmonter cette faiblesse, des études plus récentes estiment les paramètres du modèle par des données en coupe transversale de toutes les entreprises appartenant au même secteur d'activité que l'entreprise étudiée, mais excluant cette dernière.

Dechow *et al.* (1995) proposent une version modifiée du modèle de Jones (1991), en tenant compte d'une possible manipulation du niveau des ventes par un assouplissement des politiques de vente à crédit, afin d'obtenir des ventes plus élevées avant la date de l'événement (une émission d'actions, par exemple). Ainsi, lors de

<sup>3</sup> Pour une revue critique des différents modèles, voir McNichols (2000) et Albouy et Perrier (2003).

<sup>4</sup> Cette méthode exclut l'étude des entreprises qui font un premier appel public à l'épargne.

l'estimation du niveau des cours normaux, la variation des comptes à recevoir est soustraite de la variation du chiffre d'affaires.

Enfin, Teoh *et al.* (1998a) proposent la dissociation des cours totaux en ses composantes à court et à long terme. La composante à court terme (cours à court terme ou CCT) est obtenue à l'aide d'une régression selon le modèle de Jones (1991), mais excluant comme variable explicative le niveau des immobilisations :

$$\frac{CCT_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha \left( \frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta \left( \frac{\Delta CA_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_i$$

On s'attend à ce que les cours à court terme augmentent en même temps que le chiffre d'affaires. Par conséquent, le coefficient  $\beta$  associé à la variation du chiffre d'affaires devrait être positif.

Ainsi, nous utilisons le modèle de Jones (2001), tel que modifié par Dechow *et al.* (1995), pour mesurer la gestion des bénéfices et, comme dans l'étude de Louis (2004), nous nous concentrons sur les cours à court terme selon la méthodologie créée par Teoh *et al.* (1998a).

#### 4.1.1 La mesure des rendements anormaux à long terme des actions

Nous utilisons la méthode dite « de portefeuille » en temps calendaire, afin de minimiser les problèmes liés à l'interdépendance des rendements des titres des entreprises à l'étude. Cette méthode est issue des travaux de Jaffe (1974), Mandelker (1974), Fama (1998) et Mitchell et Stafford (2000). À ce chapitre, le modèle à trois facteurs de Fama et French (1992 ; 1993) sera utilisé pour détecter et évaluer les rendements anormaux :

$$R_{pt} - R_{ft} = a_i + b_i (R_{mt} - R_{ft}) + s_i SMB_t + h_i HML_t$$

dans laquelle  $R_{pt} - R_{ft}$  est le rendement mensuel excédentaire du portefeuille en temps calendaire au-delà du taux de rendement sans risque, tel qu'utilisé dans le modèle CAPM. SMB (*Small minus Big*) est le rendement excédentaire requis pour les petites entreprises et HML (*High minus Low*), le rendement excédentaire requis pour les entreprises de valeur (celles qui ont un ratio *Book-to-Market* élevé). Le facteur « a » est la mesure du rendement anormal moyen mensuel de notre échantillon de F&A. Nous utilisons une régression des moindres carrés pondérés (*weighted least squares regression*), afin de

contrôler l'hétéroscédacité induite potentiellement par le fait que le nombre d'entreprises dans nos portefeuilles mensuels varie en fonction du temps. Notre pondération est constituée de l'inverse de la racine carrée du nombre d'entreprises dans le portefeuille chaque mois. Nous considérons seulement les portefeuilles composés d'au moins cinq entreprises.

Afin de tenir compte des spécificités canadiennes en termes de taille d'entreprises et de ratio *Book-to-market* (ci-après ratio BM), les facteurs *b*, *s* et *h* sont estimés en utilisant les rendements de toutes les entreprises de la Bourse de Toronto (TSX) pour la période de 1990 à 2000. En suivant la méthodologie créée par Fama et French (1992 ; 1993), nous classons les entreprises en six portefeuilles basés sur leur taille et leur ratio BM. Les entreprises sont classées en deux groupes, en fonction de leur taille, et à l'intérieur de chaque groupe, en trois sous-groupes, en fonction de leur ratio BM. Les entreprises dont la taille est au-dessus de la médiane sont désignées comme de « grandes entreprises » (*Big*), et les autres, de « petites entreprises » (*Small*). Les entreprises dont le ratio BM est parmi les 30 % les moins élevés sont désignées comme les entreprises « Low », et celles dont le ratio BM est parmi les 30 % les plus élevés, les entreprises « High ». Le facteur SMB (*Small minus Big*) représente le rendement moyen excédentaire des petites entreprises par rapport aux grandes. Le facteur HML (*High minus Low*) représente, quant à lui, le rendement moyen excédentaire des entreprises de valeur (celles qui ont un ratio BM élevé) par rapport aux entreprises de croissance (celles qui ont un ratio BM faible).

#### **4.2 Sélection de l'échantillon et les données obtenues**

Nous avons identifié les F&A concernant des entreprises canadiennes annoncées entre 1990 et 2000. La source de notre échantillon est la base de données Securities Data Company's (SDC) Platinum de Thomson Financial. L'échantillon initial était constitué de 1262 annonces de F&A, comprenant 477 acquéreuses et 1175 cibles différentes. Selon le tableau n° 1 ci-après, l'échantillon initial est composé de 21 % de fusions et de 79 % d'acquisitions.

Tableau n° 1 – Échantillon initial

Acquisitions d'intérêt majeur	100	7,9 %
Acquisitions d'intérêt partiel	249	19,7 %
Acquisitions d'intérêt restant	50	4,0 %
Fusions	266	21,1 %
Acquisitions d'actif	597	47,3 %
Total	1262	100,0 %

Conformément à la description faite par La Porta *et al.* (1999) et Attig et Gadhoun (2003), le contexte d'actionnariat au Canada fait en sorte que presque la totalité des F&A y sont amicales (voir tableau n° 2).

Tableau n° 2 – Type de F&amp;A

Amicales	1160	91,9 %
Hostiles	11	0,9 %
Neutres	91	7,2 %
Total	1262	100,0 %

Pour toutes les transactions, le prix d'acquisition est en moyenne de 163 000 000 \$ (médiane 27 000 000 \$). Pour les transactions financées par une combinaison d'actions et d'espèces, en moyenne, 47,8 % (médiane 50 %) du prix d'achat a été payé en actions.

De cet échantillon initial, nous avons retranché 195 transactions portant sur des acquéreurs appartenant aux secteurs finance et services publics (codes 19 et 22 du TSX) ; les structures des états financiers de telles firmes sont différentes de celle des autres firmes, ce qui pourrait fausser le calcul des cours basé sur les états financiers. Nous avons aussi retranché les 372 transactions pour lesquelles la base de données SDC ne mentionne pas de type de paiement, le test de nos hypothèses requérant l'identification du type de paiement. Enfin, nous avons éliminé les transactions dont les données comptables des entreprises acquéreuses ne sont pas disponibles dans la base de données Stock Guide. Cette étape a contribué à l'élimination de 462 transactions. Comme dans North et O'Connell (2002), nous combinons en une seule catégorie de paiement tout ceux qui comprennent des actions (paiement totalement en actions et une combinaison d'actions et d'espèces). Le tableau n° 3 fournit un aperçu de l'échantillon final par type de paiement (142 F&A payées en espèces, soit 60 %, et 95 payées en actions ou une



combinaison d'actions, soit 40 %). Notons que, selon Erickson et Wang (1999), aux États-Unis, 20 à 30 % des fusions ou acquisitions des 25 dernières années ont été financées uniquement par des actions.

Tableau n° 3 – Disponibilité des données  
(par type de paiement)

	Échantillon initial	Entreprises acquéreuses	
		Avec des données disponibles	%
En espèces	504	142	28,2 %
En actions ou par une combinaison d'actions et d'espèces	298	95	31,9 %
Indéterminé	460	N/A	
Total	1262	237	18,8 %

## 5. Les résultats

### 5.1 Estimation des courus à court terme

Le tableau n° 4 laisse voir, tel que prévu, que lors de l'estimation des courus à court terme, le coefficient relatif à la variation du chiffre d'affaires est positif et significatif :

Tableau n° 4 – Courus à court terme – Estimation des coefficients \*:

Variables	Coefficients	Erreur standard	Stat. t	Valeur P	R carré	R carré ajusté	N
Constante	-0,0003	0,0011	-0,2354	0,8139	0,0215	0,0210	4,393
Variation du CA	0,0536	0,0055	9,8161	0,0000			

\* Les coefficients ont été estimés en utilisant un échantillon de contrôle constitué d'entreprises canadiennes non financières qui n'ont pas procédé à une F&A durant la période 1990-2000. Nous enlevons les cas contenant des données aberrantes. Ces dernières sont définies comme des données dont la valeur est inférieure à 1,5 fois la limite inférieure de l'intervalle interquartile, ou supérieure à 1,5 fois la limite supérieure de l'intervalle interquartile.

## 5.2 *Les courus anormaux à court terme avant et après la F&A*

Selon le tableau n° 5, les transactions financées par un échange d'actions affichent des courus anormaux à court terme significatifs durant l'année précédant la fusion ou l'acquisition (année 0) et deux années avant (année -1). Ces courus sont positifs, tels que prédits, et représentent respectivement 7,3 % et 4,3 % de l'actif total. Ces résultats sont conformes à ceux d'Erickson et Wang (1999), Abdul Rahman et Abu Bakar (2002) et Louis (2004) : les dirigeants des entreprises acquéreuses gèrent leurs bénéfices à la hausse avant une F&A financée par un échange d'actions.

Les transactions payées en espèces montrent aussi des courus anormaux à court terme positifs et significatifs durant les périodes précédant la F&A. Les études mentionnées ci-dessus n'ont pas constaté les mêmes phénomènes. Ces courus anormaux sont cependant deux fois moins élevés que ceux correspondant aux transactions financées par action (la différence entre les deux est statistiquement significative pour l'année 0 et pour la moyenne des années -1 et 0).

De par sa nature, lorsqu'on manipule les bénéfices à la hausse durant une année donnée, on devrait constater un renversement durant l'année ou les années subséquentes. Le tableau n° 5 expose des courus anormaux à court terme négatifs et significatifs deux ans après la F&A (année +2), à la fois pour les transactions financées par actions et pour celles payées en espèces. Louis (2004) a aussi constaté des courus anormaux négatifs durant la période suivant immédiatement la F&A pour les deux types de paiement (courus anormaux qui sont cependant non significatifs). Ces résultats confirment partiellement l'hypothèse H1 : les gestionnaires des entreprises acquéreuses gèrent les bénéfices à la hausse durant les années précédant la F&A. Cette gestion des bénéfices se fait principalement pour les transactions financées par un échange d'actions.

Tableau n° 5 Courus anormaux à court terme<sup>a</sup> durant les années<sup>b</sup> entourant les F&A

		Courus anormaux à court terme						
		Fin d'année financière relative à la F&A						
		-3	-2	-1	0	-1,0	1	2
Espèces	N	94	117	137	142	280	134	117
	Moyenne	0,0053	0,0035	0,0252	0,0330	0,0322	-0,0008	-0,0163
	Écart-type	0,0786	0,0924	0,1238	0,1510	0,1471	0,0781	0,0617
	Erreur standard de la moyenne	0,0081	0,0085	0,0106	0,0127	0,0088	0,0067	0,0057
	t	0,6582	0,4042	2,3805	2,6036	3,6650	-0,1226	-2,8510
	Valeur P (bilatérale)	0,5120	0,6868	0,0187 **	0,0102 **	0,0003 ***	0,9026	0,0052 ***
Actions	N	56	73	86	95	190	88	76
	Moyenne	-0,0135	-0,0076	0,0425	0,0725	0,0618	0,0105	-0,0145
	Écart-type	0,1017	0,1284	0,1556	0,2078	0,2350	0,1024	0,0720
	Erreur standard de la moyenne	0,0136	0,0150	0,0168	0,0213	0,0170	0,0109	0,0083
	t	-0,9946	-0,5060	2,5296	3,3985	3,6226	0,9647	-1,7528
	Valeur P (bilatérale)	0,3243	0,6144	0,0133 **	0,0010 ***	0,0004 ***	0,3374	0,0837 *
Test de Levene – Égalité des variances	F	1,7023	4,2042	5,5848	7,8322	23,6543	2,8459	1,2579
	Sig.	0,1940	0,0417	0,0190	0,0056	0,0000	0,0930	0,2635
Test t – Égalité des moyennes	Différence entre les moyennes	0,0188	0,0111	-0,0173	-0,0395	-0,0295	-0,0114	-0,0018
	Erreur standard de la différence	0,0148	0,0173	0,0198	0,0248	0,0192	0,0128	0,0097
	t	1,2706	0,6397	-0,8703	-1,5913	-1,5393	-0,8851	-0,1839
	d.l	148,00	118,39	151,08	158,91	289,09	151,65	191,00
	Valeur P (unilatérale)	0,1029	0,2618	0,1927	0,0568 *	0,0624 *	0,1887	0,4272

\* Coefficient significatif à un niveau de 10 %

\*\* Coefficient significatif à un niveau de 5 %

\*\*\* Coefficient significatif à un niveau de 1 %

<sup>a</sup> Ces nombres représentent des courus anormaux à court terme en proportion de l'actif total à la fin de l'année précédente.

<sup>b</sup> Année relative à l'annonce de la F&A : l'année 0 est la première année financière dont la date précède immédiatement l'annonce de la F&A. L'année -1 est l'année précédant l'année 0. Les statistiques de la période -1, 0 sont des moyennes des deux années correspondantes.

### 5.3 *Les rendements anormaux à long terme des actions durant les années post-acquisitions*

Le tableau n° 6 présente les rendements mensuels anormaux à long terme des actions après 12, 24 et 36 mois suivant une F&A. Des rendements anormaux significatifs sont constatés seulement dans les transactions financées par actions et non pas dans celles payées en espèces. Ces rendements sont négatifs et sont économiquement importants (les rendements mensuels négatifs moyens après 12, 24 et 36 mois sont de 0,27 %, de 0,16 % et de 0,14 %). Nous avons constaté, au tableau n° 5, que les courus anormaux positifs associés aux transactions financées par actions sont deux fois plus élevés que ceux associés aux transactions payées en espèces. Ces courus se renversent deux ans après la transaction, ce qui est normal, compte tenu de la propriété inhérente de la gestion des bénéfices. Ainsi, il semble qu'il existe un niveau « normal » de la gestion des bénéfices qui est déjà anticipé par le marché des capitaux lors d'une transaction de F&A. Pour les transactions financées par actions, la gestion « excessive » des résultats (la partie au-delà du niveau normal) n'est pas anticipée par le marché. Ainsi, si les investisseurs n'ont pas détecté cette manipulation excessive des comptes au moment de la F&A, le comportement des courus anormaux après la transaction constitue un signal pour ces derniers à l'effet que les états financiers divulgués ne représentaient pas la réalité économique de la firme, ce qui les amène à réviser à la baisse leurs attentes, d'où les rendements anormaux négatifs qui persistent jusqu'à trois ans après la fusion ou l'acquisition. Ces résultats sont conformes à ceux qu'ont constatés Louis (2004) dans le contexte de F&A financées par actions et Rangan (1998), Teoh *et al.* (1998a ; 1998b et 1998c) et Ducharme *et al.* (2001) dans un contexte d'émission d'actions. L'hypothèse H2 est confirmée.

**Tableau n° 6**

**Rendements anormaux des actions durant les mois post-acquisitions  
(méthode du portefeuille en temps calendaire de Fama et French)**

**Partie A – Transactions payées en espèces**

	<b>12 mois</b>	<b>24 mois</b>	<b>36 mois</b>
Alpha <sup>a</sup>	-0,0012	-0,0008	-0,0007
Statistique t	-1,7204	-1,5898	-1,3667
Valeur P	0,893	0,1159	0,1755
R carré ajusté	0,6528	0,6108	0,7172
Nb de mois	80	83	84

**Partie B - Transactions financées par actions**

	<b>12 mois</b>	<b>24 mois</b>	<b>36 mois</b>
Alpha <sup>a</sup>	-0,0027	-,0016	-0,0014
Statistique t	-2,4669	-2,6234	-2,5554
Valeur P	0,0159 **	0,0106 **	0,0126 **
R carré ajusté	0,6012	0,6172	0,6475
Nb de mois	80	78	79

\* Coefficient significatif au niveau de 10 % (test bilatéral)

\*\* Coefficient significatif au niveau de 5 % (test bilatéral)

\*\*\* Coefficient significatif au niveau de 1 % (test bilatéral)

<sup>a</sup> Alpha mesure les rendements anormaux moyens pour un portefeuille d'entreprises acquéreuses 12, 24 et 36 mois après la F&A.

## **6. Conclusion**

La présente étude fournit une explication de la performance boursière négative à long terme des entreprises qui ont financé une F&A par un échange d'actions. Nous avons d'abord constaté des courus anormaux positifs des entreprises acquéreuses au cours de la période précédant les F&A financées par actions. Nous avons aussi noté des courus anormaux positifs des firmes acquéreuses associés à des F&A payées en espèces. Cependant, l'ampleur de ces derniers correspond à presque la moitié de ceux associés aux F&A financées par actions. Nous avons aussi observé chez les firmes acquéreuses le renversement des courus durant les périodes suivants la F&A, ce qui constitue une preuve empirique supplémentaire de la présence de la gestion des bénéfices. Enfin, nous avons

constaté que seules les F&A financées par actions sont associées à des rendements à long terme anormaux négatifs des actions persistant jusqu'à trois ans après la transaction.

Ces constatations sont importantes, car elles permettent de documenter la présence de la gestion des bénéfices dans un contexte particulier, soit celui des F&A. Les conclusions de la présente étude peuvent aider les normalisateurs à concentrer leurs efforts de renforcement des normes comptables là où c'est nécessaire. Elles permettent aussi aux différents acteurs, lors d'une F&A, d'identifier les contextes dans lesquels il faudrait s'attendre à une manipulation des résultats qui, autrement, serait difficilement détectable.

Une extension possible de la présente étude consiste à étudier la présence de la gestion des bénéfices dans des F&A transfrontalières : il serait intéressant d'étudier l'influence réciproque des contextes de différents pays sur la gestion des bénéfices et sur les marges de manœuvre permises par les différents normalisateurs.

Une autre étude pourrait également se concentrer sur les lacunes des mécanismes de gouvernance pouvant favoriser la gestion des bénéfices dans un contexte de F&A : les gestionnaires ne pourront pas manœuvrer à leur guise si les mécanismes de contrôle sont adéquats. Les constatations d'une telle étude pourraient ajouter une dimension supplémentaire aux connaissances acquises sur la gestion des bénéfices dans le cadre des F&A.

## Bibliographie

Abdul Rahman, R. et A. Abu Bakar (2002), "Earnings Management and Acquiring Firms Preceding Acquisitions in Malaysia", *Working Paper, University Technology Mara, Shah Alam, Malaysia*.

Agrawal, A. et J.F. Jaffe (2000), "The Postmerger Performance Puzzle", *Advances in Mergers and Acquisitions*, Gary Cooper et Alan Gregory, éditeurs, Vol. 1, Stamford, CT : JAI Press, p. 7-41.

Albouy, M. et S. Perrier (2003), "Manipulations comptables et évaluation de l'entreprise," *La revue du financier*, p. 51-65.

Amihud, Y., B. Lev et N. Travlos (1990), "Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions", *Journal of Finance*, Vol. 45, p. 603-616.

Attig, N. et Y. Gadhoun (2003), "The Governance of Canadian Traded Firms: An Analysis of the Ultimate Ownership Structure", *Working Paper, University of Quebec in Montreal*.

Ball, R.J. et P. Brown (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, p. 159-178.

Beaver, W.H., R. Clarke et W. Wright (1979), "The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors", *Journal of Accounting Research*, Vol. 17, p. 316-340.

Brock, W., J. Lakonishok et B. Lebaron (1992), "Simple Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock returns", *Journal of Finance*, Vol. 47, p. 1731-1764.

DeAngelo, L.E. (1986), "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders," *The Accounting Review*, Vol. 61, p. 400-420.

DeAngelo, L.E. (1990), "Equity Valuation and Corporate Control", *The Accounting Review*, Vol. 65, p. 93-112.

Dechow, P.M., R.G. Sloan et A.P. Sweeney (1995), "Detecting Earning Management", *The Accounting Review*, Vol. 70, p. 193-225.

Degeorge, F. J. Patel et R. Zeckhauser (1999), "Earnings Management to Exceed Thresholds", *The Journal of Business*, Vol. 72, p. 1-33.

DuCharme, L.L., P.H. Malatesta et S.E. Sefcik (2001), "Earning Management: IPO Valuation and Subsequent Performance", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 16, p. 369-396.

Dumontier, P. (2003), "Les manipulations comptables et la qualité de l'information communiqué aux investisseurs", *La Revue du Financier*, février, p. 65-73.

Erickson, M. et S.-W. Wang (1999), "Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, p. 149-176.

Fama, E.F. (1998), "Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, p. 283-306.

Fama, E.F. et K.R. French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 47(2), p. 427-465.

Fama, E.F. et K.R. French (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, p. 3-56.

Foster, G. (1977), "Quarterly Accounting Data: Time Series Properties and Predictive Ability Results", *The Accounting Review*, Vol. 52, p. 1-21.

Healy, P.M. (1985), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decision," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, p. 85-107.

Healy, P.M. et J.M. Wahlen (1999), "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting", *Accounting Horizons*, p. 365-383.

Heron, R. et E. Lie (2002), "Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, p. 137-155.

Jaffe, J. (1974), "Special Information and Insider Trading", *Journal of Business*, Vol. 47(3), p. 411-428.

Jensen, M. et W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, p. 305-360.

Jones, J. (1991), "Earnings Management During Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, p. 193-228.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes et A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance*, Vol. 54, p. 471-517.

Loughran, T. et A. Vijh (1997), "Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?" *Journal of Finance*, Vol. 52, p. 1765-1790.



Loughran, T. et J. Ritter (1995), "The New Issues Puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 50, p. 23-51.

Louis, H. (2004), "Earnings Management and the Market Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, p. 121-148.

Mandelker, G. (1974), "Risk and Return: The case of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, p. 303-335.

McNichols, M.F. (2000), "Research Design Issues in Earnings Management Studies", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19, p. 313-345.

Mitchell, M.L. et E. Stafford (2000), "Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance", *Journal of Business*, Vol. 73(3), p. 287-329.

North, D.S. et B.T. O'Connell (2002), "Earnings Management and Mode of Payment in Takeovers", *Working Paper*, University of Richmond, Virginia.

Rangan, S. (1998), "Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, p. 101-122.

Rau, P. et T. Vermaelen (1998), "Glamour, Value, and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, p. 223-253.

Ritter, J.R. (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings," *Journal of Finance*, Vol. 46, p. 3-27.

Spiess, D. et J. Affleck-Graves (1995), "Under-Performance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, p. 243-267.

Teoh, S.H., I. Welch et T.J. Wong (1998b), "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, p. 1935-1974.

Teoh, S.H., I. Welch et T.J. Wong (1998c), "Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, p. 63-99.

Teoh, S.H., T.J. Wong et G.T. Rao (1998a), "Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic?" *Review of Accounting Studies*, Vol. 3, p. 175-208.

Watts, R. et J. Zimmerman (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

Watts, R. et J. Zimmerman (1990), "Positive Accounting Theory: A Ten-Year Perspective", *The Accounting Review*, Vol. 65, p. 131-156.

**Annexe 1**  
**Études traitant de la gestion des bénéfices faite par les entreprises acquéreuses durant les périodes précédant les F&A**

Auteurs	Période	Nombre de transactions étudiées ; pays	Distinction entre types de paiement*	Résultats : Gestion des bénéfices (G.B.)	Mesure de la G.B.	Autres résultats / commentaires
Erickson et Wang (1999)	1985-1990	119 ; USA	Oui (64 Espèces et 55 Actions)	Oui (Actions seulement)	Modèle de Jones (1991)	Relation significative entre la G.B. et la taille de la transaction.
Heron et Lie (2002)	1985-1997	859 ; USA	Oui (342 Espèces, 427 Actions et 90 Combinaisons)	Non	Modèle de Jones (1991) modifié par Dechow <i>et al.</i> (1995), distinction entre courus à court et à long terme selon la méthodologie de Teoh (1998a)	
Abdul Rahman et Abu Bakar (2002)	1991-2000	283 ; Malaisie	Oui (158 Espèces et 125 Actions)	Oui (Actions seulement)	Modèle de Jones (1991) modifié par Dechow <i>et al.</i> (1995)	
Louis (2004)	1992-2000	373 ; USA	Oui (137 Espèces et 236 Actions)	Oui (Actions seulement)	Modèle de Jones (1991) modifié par Dechow <i>et al.</i> (1995), distinction entre courus à court et à long terme selon la méthodologie de Teoh (1998a)	Le renversement des courus après la date de la transaction n'est pas significatif. Des rendements anormaux négatifs persistant jusqu'à trois ans après la transaction pour les F&A financées par actions seulement.

\* Types de paiement : Espèces = paiement en espèces ; Actions = paiement par une échange d'actions ; Combinaison = une combinaison de paiement en espèces et en actions.

**Annexe 2**  
**Études traitant de la gestion des bénéfices avant une émission d'actions et le rendement subséquent des actions**

<b>Auteurs</b>	<b>Période ; IPO* ou émission subséquente</b>	<b>Nombre de transactions étudiées ; pays</b>	<b>Gestion des bénéfices</b>	<b>Mesure des rendements anormaux des actions</b>	<b>Résultats sur les rendements anormaux des actions ; durée</b>	<b>Autres résultats / commentaires</b>
Rangan (1998)	1987-1990 ; IPO	230 ; USA	Oui	Rendement ajusté du marché	Rendements négatifs ; une année	Rendements anormaux négatifs des actifs durant l'année subséquente à la transaction
Teoh <i>et al.</i> (1998a)	1980-1992 ; IPO	1649 ; USA	Oui	- Rendement brut - Rendement ajusté du marché - Rendement ajusté selon Fama et French - Rendement ajusté à celui d'une entreprise appariée	Rendements négatifs ; trois ans	
Teoh <i>et al.</i> (1998b)	1980-1990 ; IPO	1682 ; USA	Oui	Rendement ajusté du marché	Rendements négatifs ; trois ans	
Teoh <i>et al.</i> (1998c)	1970-1989 ; émission subséquente	1265 ; USA	Oui	- Rendement ajusté du marché - Rendement ajusté selon Fama et French	Rendements négatifs ; cinq ans	
Ducharme <i>et al.</i> (2001)	1982-1987 ; IPO	171 ; USA	Oui	- Rendement ajusté du marché - Modèle de rendement multifactoriel CAPM	Rendements négatifs ; trois ans	Rendements anormaux négatifs des capitaux propres durant l'année subséquente à la transaction

\* IPO = *Initial Public Offerings* (première émission publique d'actions)